

**Untersuchungen über das
Spar-, Giro- und Kreditwesen**

Abteilung B: Rechtswissenschaft

Herausgegeben von Peter O. Mülbert,
Uwe H. Schneider und Dirk A. Verse

Band 232

Insiderverbotsverstöße juristischer Personen

Von

Leo Marchlowitz



Duncker & Humblot · Berlin

LEO MARCHLOWITZ

Insiderverbotsverstöße juristischer Personen

Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen

Abteilung B: Rechtswissenschaft

Schriften des Instituts für deutsches und
internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens
an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz

Herausgegeben von

Prof. Dr. Peter O. Mülbert,
Prof. Dr. Dr. h. c. Uwe H. Schneider, Prof. Dr. Dirk A. Verse

Band 232

Insiderverbotsverstöße juristischer Personen

Von

Leo Marchlowitz



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften
der Johannes Gutenberg-Universität Mainz hat diese Arbeit
im Jahre 2025 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2026 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpf
Druck: Beltz Grafische Betriebe GmbH, Bad Langensalza

ISSN 0720-7352
ISBN 978-3-428-19766-8 (Print)
ISBN 978-3-428-59766-6 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,
12165 Berlin, Germany | E-Mail: info@duncker-humblot.de
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	17
A. Eingrenzung des Themenbereichs	19
B. Gang der Untersuchung	19
C. Grundlagen	20
I. Zentrale Begriffe	20
1. Juristische Person im Sinne der MAR	21
2. Zurechnung	22
II. Überblick über die Insiderverbote	23
III. Verhältnis von MAR und CRIM-MAD	23
IV. Erwägungsgrund Nr. 30 S. 3 MAR	27
1. Bedeutung der Erwägungsgründe	27
2. Eingeschränkte Bedeutung von Erwägungsgrund Nr. 30 S. 3 MAR für die Marktmissbrauchstatbestände	27

1. Kapitel

Rechtfertigung der Insiderverbote	30
A. Rechtfertigung des Art. 14 lit. a) MAR	31
I. Insider und der ungerechtfertigte Vorteil	32
1. Insider	32
2. Der ungerechtfertigte Vorteil	32
a) Rechtsprechung des EuGH	33
b) Wertungen der MAR	34
II. Die benachteiligten Dritten	35
1. „Benachteiligte Dritte“: weder Handelspartner noch Emittenten	35
a) Handelspartner	36
b) Emittenten	37
2. Funktionaler Ansatz: Informationshändler als benachteiligte Dritte?	37
a) Auswirkungen des Insiderhandels im ökonomischen Modell	38
aa) Informationshändler	38
bb) Utilitätshändler (utility traders)	39
cc) Noise trader	39

dd) Market maker	39
ee) Auswirkungen des Insiderhandels im Besonderen	40
b) Schlussfolgerungen des funktionalen Ansatzes	42
c) Stellungnahme	43
aa) Wortlaut	44
bb) Der ungerechtfertigte Vorteil	44
cc) Judikatur des EuGH	45
dd) Die Rollen anderer Marktteilnehmer	47
ee) Insiderhandel und das Vertrauen der Marktteilnehmer	47
d) Fazit	49
III. Der primäre Funktionenschutz	50
1. Funktionenschutz des Marktes im Überblick	51
2. Natur des geschützten Vertrauens	53
3. Relevanz des Vertrauens für die Funktionsfähigkeit des Marktes	55
B. Rechtfertigung von Art. 14 lit. b) und c) MAR	56
C. Zusammenfassung	57

2. Kapitel

Rechtsfolgenbetrachtung	58
A. Verwaltungsrechtliche Rechtsfolgen	59
I. Nichtfinanzielle Maßnahmen und Sanktionen	59
II. Finanzielle verwaltungsrechtliche Sanktionen	61
III. Konzernumsatzbezogener Bußgeldrahmen im Besonderen	63
B. Strafrechtliche Rechtsfolgen	64
C. Zivilrechtliche Rechtsfolgen und das <i>private enforcement</i>	65
I. Das subjektive Recht als Ausgangspunkt des <i>private enforcement</i>	66
II. Die uneinheitliche Rechtsprechung des EuGH	67
III. Die Bedeutung der Rechtsprechung für Art. 14 MAR	70
1. Schlussfolgerungen der Literatur	70
2. Kritik	70
a) Grundsatz des institutionellen Gleichgewichts	70
aa) Die vorgesehenen Rechtsfolgen: eine bewusste Entscheidung	72
bb) Einbindung Privater in die Rechtsdurchsetzung im Besonderen	73
b) Das angemessene Durchsetzungsniveau der MAR und die Probleme privatrechtlicher Rechtsdurchsetzung	76
aa) Durchsetzungsniveau der MAR	77
bb) Probleme privatrechtlicher Durchsetzung der Insiderverbote	79
(1) Voraussetzungen eines effektiven <i>private enforcement</i>	79

(2) Art. 14 lit. b) und c) MAR	80
(3) Art. 14 lit. a) MAR	81
(a) Versuchter Insiderhandel	81
(b) Vollendeter Insiderhandel	82
(4) Zwischenfazit	84
3. Fazit zum <i>private enforcement</i> im Bereich von Art. 14 MAR	84
D. Zusammenfassung	85

3. Kapitel

Die Insiderverbote 86

A. Insiderinformation	86
B. Insiderhandelsverbot, Art. 14 lit. a), Art. 8 Abs. 1 MAR	87
I. Persönlicher Anwendungsbereich: Primär- und Sekundärinsider	87
II. Geschäfte: Erwerb, Veräußerung, Stornierung, Änderung	88
III. Verfügen über Insiderinformationen	89
IV. Nutzung der Insiderinformation	90
1. Nutzungsbegriff	90
2. Nutzungsvermutung	91
3. Widerlegbarkeit der Nutzungsvermutung	92
C. Widerlegung der Nutzungsvermutung im Besonderen	93
I. Art. 9 MAR	93
1. Art. 9 Abs. 1 MAR	93
a) Wirkung: (k)eine Zurechnungsbeschränkung?	94
aa) Keine Zurechnungsvorschrift von Wissen	94
bb) Keine Zurechnungsvorschrift von Verhalten	96
cc) Art. 9 Abs. 1 MAR: ein Fall der Vermutungswiderlegung	97
b) Organisatorische Maßnahmen (lit. a))	97
c) Fehlen von Beeinflussungen (lit. b))	99
aa) Beeinflussungen	99
(1) Beeinflussungsarten	99
(2) Teleologische Auslegung des Beeinflussungsbegriffs	100
bb) Zurechnung von Beeinflussungen	102
(1) Reichweite der Zurechnung	102
(a) Einflussnahmen von Leitungspersonen im Sinne von Art. 8 Abs. 1 CRIM-MAD	102
(b) Einflussnahmen sonstiger Personen	104

(2) Bedeutung eines Insidergeschäfts der natürlichen Person und verbleibende Relevanz von Art. 9 Abs. 1 MAR	106
(a) Hintergrund der herrschenden Auffassung zur Bedeutung eines Insidergeschäfts der natürlichen Person	107
(b) Stellungnahme	108
(aa) Konsequente Anwendung der CRIM-MAD	108
(bb) Wertungswidersprüche	109
(cc) Art. 9 Abs. 1 und Abs. 6 MAR	109
(dd) Systematische Friktionen	110
(ee) Zwischenergebnis	111
(c) Verbleibende Relevanz von Art. 9 Abs. 1 MAR	111
d) Fazit zu Art. 9 Abs. 1 MAR	112
2. Art. 9 Abs. 2 bis 5 MAR	113
3. Art. 9 Abs. 6 MAR: Der rechtswidrige Grund	114
II. Die ungeschriebenen Fälle	114
1. Mangelnde Kausalität des Insiderwissens	115
2. Keine Auswirkung des Insiderwissens auf die Konditionen des Geschäfts ..	116
D. Empfehlungs- und Verleitungsverbot, Art. 14 lit. b), Art. 8 Abs. 2 MAR	116
I. Geschäfte	116
II. Persönlicher Anwendungsbereich	117
III. Empfehlung oder Verleitung	117
IV. Möglichkeit zur Kenntnisnahme	118
V. Dritte	119
VI. „Auf der Grundlage“	120
VII. Übertragung der Nutzungsvermutung	120
VIII. Anwendung von Art. 9 Abs. 1 MAR auf Art. 8 Abs. 2 MAR	121
1. Wortlaut von Art. 9 Abs. 1 MAR	122
2. Systematik	124
3. (Mit-)Übertragung von Art. 9 Abs. 1 auf Art. 8 Abs. 2 MAR	124
E. Verbot der Nutzung von Empfehlungen und Verleitungen, Art. 14 lit. a), Art. 8 Abs. 3 MAR	125
I. Persönlicher Anwendungsbereich	126
II. Geschäfte	126
III. Kenntnis der Empfehlung oder Verleitung	127
IV. Wissen oder Wissenmüssen	127
V. Empfehlungen und Verleitungen und die Erfassung von Kettenempfehlungen und Kettenverleitungen	127
VI. Nutzung	129
VII. Übertragung der Nutzungsvermutung auf Art. 8 Abs. 3 MAR	130

F. Offenlegungsverbot, Art. 14 lit c), Art. 10 Abs. 1 MAR	131
I. Personeller Anwendungsbereich	132
II. Verfügen über Insiderinformationen	132
III. Unrechtmäßige Offenlegung	132
1. Offenlegung	132
2. Unrechtmäßigkeit	133
IV. Kasuistik im betrieblichen Kontext	134
1. Betriebsinterner Informationsfluss	135
2. Konzerninterner Informationsfluss	136
3. Betriebsexterner Informationsfluss	137
V. Marktsondierungen, Art. 11 MAR	137
G. Verbot der Offenlegung von Empfehlungen und Verleitungen, Art. 14 lit. c), Art. 10 Abs. 2 MAR	138
I. Persönlicher Anwendungsbereich	138
II. Weitergabe von Empfehlungen oder Verleitungen	139
III. Wissen oder Wissenmüssen	140
IV. Erfassung von Kettenempfehlungen und Kettenverleitungen	140
H. Allgemeine Bereichsausnahmen, Art. 5 und 6 MAR	142

4. Kapitel

Juristische Personen als (Insider-)Verbotsadressaten und die Zurechnung	143
A. Unionsrechtlich-autonome Zurechnung	143
I. Folgen der Anwendung nationaler Zurechnungsgrundsätze	144
II. Bedeutung des Ordnungscharakters	146
III. Kommissionsvorschlag zur MAR	146
IV. MAR als <i>Single Rulebook</i>	147
V. Mindestharmonisierende Vorgaben	148
VI. Fehlende Regelung der Zurechnung	149
VII. Gesellschaftsrecht contra Zurechnungsgrundsätze: (k)eine Kompetenzfrage?	150
VIII. Fazit: autonom europäische Zurechnungsgrundsätze	151
B. Zurechnungsgrund	152

5. Kapitel

Zurechnung von Verhalten zu juristischen Personen	154
A. Zurechnungssubjekte bei der Verhaltenszurechnung	155
I. Überblick über die Zurechnungssubjekte	155

II.	Grenze der Zurechnung: der organisatorische Herrschaftsbereich	156
1.	Das Erfordernis bestehender Organisationsmöglichkeiten	158
2.	Das „Auftragsverhältnis“ im unionsrechtlichen Sinn	158
3.	Erste Schlussfolgerungen	159
4.	Insiderliste als Grenze des organisatorischen Herrschaftsbereichs	160
a)	Listenführungspflicht: kein tauglicher Anknüpfungspunkt	161
b)	Die von Winner vorgeschlagenen Schutzinstrumente	162
III.	Konzerndimension der (Verhaltens-)Zurechnung	163
1.	Konzerndimensionale Zurechnung auf Rechtsfolgenseite	163
2.	Gestaltungsmöglichkeiten der konzerndimensionalen Verhaltenszurechnung	164
a)	Unmittelbare Zurechnung zu zwei juristischen Personen	164
b)	Mittelbare Zurechnung: juristische Personen als Zurechnungssubjekte?	165
aa)	Art. 9 Abs. 1 MAR	166
bb)	Art. 8 CRIM-MAD	167
3.	Fehlendes Bedürfnis einer konzerndimensionalen Verhaltenszurechnung	168
a)	Art. 14 lit. a), Art. 8 Abs. 1 MAR	168
b)	Art. 14 lit. c), Art. 10 Abs. 1 MAR	169
4.	Bußgeldrahmen in Konzernsachverhalten im Besonderen	170
5.	Fazit: keine konzerndimensionale Verhaltenszurechnung	171
IV.	Zusammenfassung	171
B.	Zurechenbare Verhaltensweisen	172
I.	Keine Zurechnung privaten Verhaltens	172
II.	Maßstab zurechenbaren Verhaltens	174
1.	Hinreichender Tätigkeitsbezug	174
2.	Vorteilhaftigkeit des Verhaltens als (sekundärer) Maßstab nach Winner	176
III.	Organisationsmaßnahmen und die Zurechnung	177
C.	Kasuistik	178
I.	Das Insiderhandelsverbot, Art. 14 lit. a) MAR	178
II.	Das Empfehlungs- oder Verleitungsverbot, Art. 14 lit. b), Art. 8 Abs. 2 MAR	179
1.	Handlungen im Außenverhältnis	179
2.	Handlungen im Innenverhältnis	180
III.	Das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung, Art. 14 lit. c), Art. 10 MAR	180
1.	Handlungen im Außenverhältnis	180
2.	Handlungen im Innenverhältnis	181
IV.	Das Verbot der Weitergabe von Empfehlungen und Verleitungen, Art. 14 lit. c), Art. 10 Abs. 2 MAR	182
D.	Abmilderung der Risiken für juristische Personen auf Rechtsfolgenseite	182
E.	Zusammenfassung	183

6. Kapitel

Zurechnung von Wissen zu juristischen Personen	184
A. Unabhängigkeit der Wissenszurechnung von Art. 17 MAR	184
B. Insiderverbotsrechtlich relevantes Wissen	186
I. „Verfügen“ über Insiderinformationen	187
II. „Verfügen“ über eine (insiderinformationsbasierte) Empfehlung oder Verleitung	188
III. „Verfügen“ über in Speichermedien gespeicherte Informationen	189
1. Zurechnung von Wissen in Speichermedien zu juristischen Personen?	189
2. Ausblick	191
IV. Wissen oder Wissenmüssen um die Informationsqualität	192
1. Maßstab des Wissens oder Wissenmüssens	192
a) Objektiviertes Wissenselement	192
b) Übertragbarkeit des Maßstabs auf die Insiderinformationsbasis einer Empfehlung oder Verleitung	193
2. Anwendung auf juristische Personen	194
3. Juristische Personen als Primär- oder Sekundärinsider im Besonderen	195
V. Keine Fiktion der Vollständigkeit für Wissensfragmente	195
C. Wissenszurechnung und Wissenszusammenrechnung	196
I. Wissenszusammenrechnung im Bereich der Insiderverbote	197
1. Art. 8 Abs. 1 MAR und der Meinungsstand im Schrifttum	198
a) Wissenszusammenrechnung nach Art. 8 Abs. 1, Art. 9 Abs. 1 MAR	199
b) Auswirkungen des extensiven Verständnisses der Wissenszusammenrechnung	201
c) (Vermeintliche) Zusammenrechnung von Wissen in zeitlicher Hinsicht	201
d) Fazit zu Art. 8 Abs. 1 MAR	203
2. Übertragung auf die anderen Insiderverbotstatbestände	203
a) Die Insiderverbote und ihre Wissensanforderungen	204
b) Übertragung von Art. 9 Abs. 1 MAR als Argument	206
c) Bedeutung von Erwägungsgrund Nr. 30 S. 3 MAR	207
d) Auswirkungen der Wissenszusammenrechnung auf die anderen Insiderverbote	209
aa) Art. 10 Abs. 1 MAR im Besonderen	210
bb) Art. 10 Abs. 2 MAR im Besonderen	211
cc) Zwischenergebnis	213
3. Fazit	213
II. Konzerndimensionale Wissenszurechnung	213
D. Zurechnung von privatem Wissen	215
I. Das private Wissen	215

II.	Zurechnung privaten Wissens im Einzelfall	216
1.	Kein Ausschluss der Zurechnung	217
2.	Notwendigkeit der Beschränkung der Zurechnung	219
3.	Tatbestandliche Umgehungsmöglichkeiten	220
E.	Zeitliche Dimension der Wissenszurechnung	221
F.	Zusammenfassung	222
 Wesentliche Ergebnisse in Thesen		223
 Schlussbetrachtung		226
 Literaturverzeichnis		227
 Sachwortverzeichnis		242

Einleitung

Mit der Marktmissbrauchsverordnung¹ (MAR) ist das Marktmissbrauchsrecht, als Bestandteil des auf die Finanzmarktkrise 2008 folgenden „Regulierungssturm[s]“², auf verordnungsrechtlicher Ebene kodifiziert worden. Der Unionsgesetzgeber flankierte die MAR mit der Marktmissbrauchsrichtlinie³ (CRIM-MAD), die der Harmonisierung strafrechtlicher Sanktionen im Falle von Marktmissbrauchsstraftaten dient.

Einen zentralen Bestandteil der MAR bilden die „klassischen“ Insiderverbote. Wie bei der Vorgängerin, der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003⁴ (MAD), richtet sich die insiderverbotsrechtliche Adressatenstellung auf Verordnungsebene zunächst nach dem darin verankerten Personenbegriff: Gemäß Art. 3 Abs. 1 Nr. 13 MAR ist eine Person eine „natürliche oder juristische Person“. Als „Personen“ sind alle natürlichen und juristischen Personen mögliche Adressaten der Insiderverbote.⁵

Gleichwohl sind die Voraussetzungen, unter denen juristische Personen gegen die Insiderverbote verstoßen, bislang nur unzureichend geklärt. Dies wiegt umso schwerer, als die rechtsfolgenseitigen Vorgaben im Zuge der Neuregelung erheblich verschärft wurden. Gerade juristischen Personen drohen nunmehr erhebliche Rechtsfolgen. Diese sollen aus Sicht des Schrifttums mitunter gar unverhältnismäßig sein.⁶ Ungeachtet dessen sind einige der für die tatbestandliche Verbotsverwirklichung durch juristische Personen zentralen Fragestellungen weiterhin völlig

¹ Verordnung (EU) Nr. 586/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.04.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG und 2004/72/EG der Kommission.

² Mühlbert, ZHR 176 (2012), 369, passim.

³ Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.04.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie).

⁴ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch).

⁵ Vgl. Art. 8 Abs. 1, Abs. 2, Abs. 3, Abs. 4 und Art. 10 Abs. 1 und Abs. 2 MAR. Ausweislich Erwägungsgrund Nr. 5 S. 4 MAR war es zudem ein ausdrückliches Anliegen des Unionsgesetzgebers, dass „in der gesamten Union alle natürlichen und juristischen Personen die gleichen Regeln zu befolgen haben“.

⁶ So etwa *Szesny*, DB 2016, 1420, 1423 in Bezug auf die konzernumsatzbezogenen Geldbußen, die Art. 30 Abs. 2 UAbs. 3 MAR vorsieht; dazu auch *Reinartz*, Bußgeldrechtliche Sanktionierung, S. 397: Vorgabe stelle sich in Bezug auf den faktischen Konzern „aus konzernverfassungsrechtlicher Sicht [...] als problematisch dar“; weniger scharf formulierend *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 603; kritisch zur national-rechtlichen Umsetzung *Achenbach*, wistra 2018, 13, 16 ff.

offen: Manche sind „kaum diskutiert“⁷, andere sogar „gänzlich ungeklärt“⁸. Sofern sie erörtert werden, fokussiert sich die Literatur zudem üblicherweise auf das Insiderhandelsverbot nach Art. 14 lit. a), Art. 8 Abs. 1 MAR; dieser verengte Blick kann – und wird – zu systematischen Friktionen führen.⁹

Dass diese Themen in der Literatur kaum Beachtung finden, dürfte insbesondere den Schwierigkeiten bei der Aufklärung und Sanktionierung von Insiderverbotverstößen geschuldet sein.¹⁰ Diese haben zur Folge, dass Sanktionen nur selten verhängt werden. Das könnte sich jedoch ändern: Der stetige technologische Fortschritt dürfte in Zukunft auch für die aufsichtsrechtliche Kapitalmarktregulierung an Bedeutung gewinnen.¹¹ Als Konsequenz könnten Sanktionen aufgrund von Insiderverbotverstößen künftig durchaus häufiger angeordnet werden. Selbst eine gesetzgeberseitige Nachschärfung der behördlichen Befugnisse könnte dies zur Folge haben. Ausgehend von dem hohen Dunkelfeld, das für Insideraktivitäten auf bis zu 95 % der Taten geschätzt wird,¹² hat bereits eine geringfügige Steigerung der Aufklärungsquote erhebliche Auswirkungen auf eine Vielzahl an Marktakteuren – insbesondere juristische Personen.

Vor diesem Hintergrund geht es dieser Untersuchung um die Klärung, unter welchen Umständen eine juristische Person die Verbote des Art. 14 MAR verwirklicht.

⁷ So *Brellocks*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinfo-HdB, 3. Aufl. 2020, § 1 Rn. 133 in Bezug auf die Wissenszurechnung gegenüber juristischen Personen bei Art. 8 Abs. 1 MAR.

⁸ So *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, 2. Aufl. 2023, MAR Art. 8 Rn. 111 (Hervorhebung im Original) unter Bezugnahme auf die Konzerndimension der Wissenszurechnung.

⁹ So etwa bei der Zurechnung von Beeinflussungen im Rahmen von Art. 8 Abs. 1, Art. 9 Abs. 1 lit. b) MAR und der Zurechnung von Empfehlungen und Verleitungen im Rahmen von Art. 8 Abs. 2 MAR. Näher dazu unter 3. Kap. C. I. 1. c) bb)(1)(b).

¹⁰ Die Schwierigkeiten der Rechtsdurchsetzung verdeutlicht die Jahresstatistik in dem BaFin, Jahresbericht 2023, S. 24 f. Danach brachten im Jahre 2023 insgesamt 704 „[a]bgeschlossene Insideranalysen“ nur 14 mit „hinreichenden Anhaltspunkten“ hervor. Abgeschlossene Insiderverfahren gab es lediglich 21 Verfahren, von denen 18 im Wege der Einstellung endeten.

¹¹ Monografisch zum Insiderhandelsverbot und dem regulatorischen Einsatz von KI siehe *Grimm*, Das Insiderhandelsverbot zwischen Rechtstheorie und Rechtspraxis, S. 326 ff. und insb. S. 395 ff.; hierzu ferner *Poelzig*, ZHR 189 (2025), 185, 203 ff.

¹² Ausführlich *Hienzsch*, Das deutsche Insiderhandelsverbot, S. 143 ff., insbesondere S. 152.

A. Eingrenzung des Themenbereichs

Insiderverbote finden sich über die MAR und die CRIM-MAD hinaus in weiteren kapitalmarktrechtlichen Regelungen, die der MAR „nachgebildet[e]“¹³ Verbote enthalten, insbesondere im Falle der MiCAR¹⁴ und der REMIT¹⁵. Im Zentrum dieser Untersuchung stehen die MAR im Allgemeinen und deren Insiderverbote im Besonderen. Die Ausführungen beschränken sich daher auf Letztere sowie die Probleme, die sich im Zusammenhang mit ihrer Verwirklichung durch juristische Personen stellen. Zwar kann ein Seitenblick auf die CRIM-MAD aufgrund ihrer systematischen Nähe und flankierenden Bedeutung nicht unterbleiben, er bleibt aber begrenzt.

B. Gang der Untersuchung

Das erste Kapitel ist der Rechtfertigung der Insiderverbote gewidmet. Unterschieden wird dabei zwischen dem im Fokus der Literatur und des europäischen Gesetzgebers stehenden Art. 14 lit. a) MAR auf der einen (Abschnitt A.) und Art. 14 lit. b) und c) MAR auf der anderen Seite (Abschnitt B.). Bedeutung erlangen in diesem Zusammenhang insbesondere die in Erwägungsgrund Nr. 23 S. 1 MAR enthaltenen Wertungen. Deren Untersuchung setzt eine Auseinandersetzung mit den Insidern und ihren Vorteilen voraus (Abschnitt A. I.). Im Anschluss daran ist die Identität der durch Insideraktivität benachteiligten Dritten im Sinne von Erwägungsgrund Nr. 23 S. 1 MAR zu ermitteln (Abschnitt A. II.). Schließlich ist das primäre Ziel des Insiderhandelsverbots in den Blick zu nehmen (Abschnitt A. III.).

Das zweite Kapitel befasst sich mit den Rechtsfolgen. Der aus dem nationalen Recht herrührende Dreiklang der Rechtsfolgen, bestehend aus verwaltungsrechtlichen (Abschnitt A.), strafrechtlichen (Abschnitt B.) und zivilrechtlichen (Abschnitt C.), leitet auch die hiesige Darstellung. Auf unionsrechtlicher Ebene finden sich, so viel sei vorweggenommen, keine ausdrücklichen Vorgaben hinsichtlich der privatrechtlichen Durchsetzung der Insiderverbote. Daher fokussiert sich die Untersuchung der zivilrechtlichen Rechtsfolgen auf die typischerweise unter dem Topos des *private enforcement* erörterten Aspekte.

Das dritte Kapitel setzt sich mit den Insiderverboten auseinander (Abschnitt A.–H.). Es gibt einen Überblick über die Tatbestandsmodalitäten der einzelnen

¹³ So *Maume*, RD i 2022, 497, 504 zur MiCAR; siehe auch *Maume*, ECFR 2023, 243, 251: „direct copies“.

¹⁴ Verordnung (EU) 2023/1114 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 31.05.2023 über Märkte für Kryptowerte und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 1095/2010 sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/1937. Dort Art. 87 ff.

¹⁵ Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 25.10.2011 über die Integrität und Transparenz des Energiegroßhandels. Dort Art. 3.

Insiderverbote. Deren Erfüllung durch juristische Personen bildet den Kern dieser Arbeit.

Im vierten Kapitel wird zunächst die Rechtsquelle der Zurechnungsgrundsätze, die für die Insiderverbote auf tatbestandlicher Ebene maßgeblich sind, herausgearbeitet (Abschnitt A.). Denkbar sind im Wesentlichen zwei Konzepte: die Maßgeblichkeit nationaler Zurechnungsgrundsätze und die Maßgeblichkeit autonom-unionsrechtlicher Zurechnungsgrundsätze. Im Anschluss ist ein Blick auf den Zurechnungsgrund zu werfen (Abschnitt B.).

Inhaltlich beschäftigt sich das fünfte Kapitel mit der Zurechnung von Verhalten zu juristischen Personen im Bereich der Insiderverbote. Zu beleuchten ist dafür zunächst der Personenkreis, dessen Handlungen einer juristischen Person zurechenbar sein können (Abschnitt A.). Sodann sind die zurechenbaren Verhaltensweisen zu analysieren (Abschnitt B.). Im Anschluss wird eine Kasuistik zurechenbarer Verhaltensweisen für die einzelnen Insiderverbote entwickelt (Abschnitt C.). Abschließend wird ein Blick auf die Möglichkeiten geworfen, die aus der Verhaltenszurechnung resultierenden Risiken auf Rechtsfolgenrechte abzumildern (Abschnitt D.).

Im sechsten Kapitel wird die Zurechnung von Wissen zu juristischen Personen behandelt. Hier ist zuvörderst der Frage nachzugehen, ob und inwieweit die für Art. 17 MAR in Literatur und Rechtsprechung entwickelten Zurechnungsgrundsätze auch für die Insiderverbote gelten (Abschnitt A.). Anschließend sind die Ausformungen des für die Insiderverbote tatbestandsrelevanten Wissens zu beleuchten (Abschnitt B.), bevor der Kreis der Personen, deren Wissen der juristischen Person zurechenbar sein kann und im Einzelfall zurechenbar ist, herausgearbeitet wird (Abschnitt C.). Sodann wird die Relevanz der Herkunft des Wissens für dessen Zurechnung analysiert (Abschnitt D.). Abschließend ist die zeitliche Dimension der Wissenszurechnung darzustellen (Abschnitt E.).

C. Grundlagen

Einführend ist zunächst auf einige Grundlagen einzugehen, auf die im Laufe dieser Arbeit wiederholt Bezug genommen wird.

I. Zentrale Begriffe

Für diese Untersuchung sind zwei Begriffsbestimmungen zentral: die juristische Person (im Sinne der MAR) und die Zurechnung.

1. Juristische Person im Sinne der MAR

Die MAR regelt nicht explizit, welche Gesellschaftsformen dem Begriff der juristischen Person unterfallen. Für seine nähere Konturierung bedarf es jedenfalls einer unionsrechtsautonomen Auslegung.¹⁶

Nach manchen Stimmen im Schrifttum erfasst der Begriff keine Personengesellschaften.¹⁷ Grund dafür sei die Auflistung in Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 lit. d) MAR, die ausdrücklich zwischen juristischen Personen und Personengesellschaften unterscheidet.¹⁸ Diese dient allerdings überwiegend Klarstellungszwecken und ist der fehlenden terminologischen Stringenz der MAR zuzuschreiben.¹⁹ Personengesellschaften nicht von dem Anwendungsbereich der Insiderverbote und des Marktmanipulationsverbots zu erfassen, liefe den Regelungszwecken der MAR zuwider und hätte zur Folge, dass erhebliche Verbotslücken und Umgehungsmöglichkeiten bestünden.²⁰

Der Begriff ist mithin weit zu verstehen: Juristische Personen sind Körperschaften des öffentlichen und des Privatrechts, öffentlich-rechtliche Anstalten und Stiftungen sowie Personengesellschaften, soweit sie selbst Träger von Rechten und Pflichten sein können.²¹

¹⁶ *Veil*, in: Meyer/Veil/Rönnau, Marktmissbrauchsrecht, 2. Aufl. 2023, § 4 Rn. 4; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 5. Aufl. 2020, VO Nr. 596/2014 Art. 8 Rn. 16; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, 8. Aufl. 2023, VO Nr. 596/2014 Art. 3 Rn. 22; *Poelzig/Dittrich*, in: Fuchs/Zimmermann, WpHR, 3. Aufl. 2024, MAR Art. 10 Rn. 12.

¹⁷ Vgl. *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 5. Aufl. 2020, VO Nr. 596/2014 Art. 8 Rn. 16; *Kumpan*, in: Hopt, HGB, 44. Aufl. 2025, MAR Art. 8 Rn. 10; anders aber *Kumpan/Grübler*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 5. Aufl. 2020, VO Nr. 596/2014 Art. 18 Rn. 10; *Veil*, in: Meyer/Veil/Rönnau, Marktmissbrauchsrecht, 2. Aufl. 2023, § 4 Rn. 3 f.

¹⁸ *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 5. Aufl. 2020, VO Nr. 596/2014 Art. 8 Rn. 16; *Kumpan*, in: Hopt, HGB, 44. Aufl. 2025, MAR Art. 8 Rn. 10; a. A. (h. M.) *Veil*, in: Meyer/Veil/Rönnau, Marktmissbrauchsrecht, 2. Aufl. 2023, § 4 Rn. 3 ff.; *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, 2. Aufl. 2023, MAR Art. 8 Rn. 12 ff.; *Harnos*, in: BeckOK WpHR, Stand 01.01.2025, MAR Art. 3 Rn. 9; *Bekritsky*, in: BeckOK WpHR, Stand 01.10.2024, MAR Art. 30 Rn. 67 f., unter Berufung auf die englische Sprachfassung; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, 8. Aufl. 2023, VO Nr. 596/2014 Art. 3 Rn. 22.

¹⁹ *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, 8. Aufl. 2023, VO Nr. 596/2014 Art. 3 Rn. 22; *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, 2. Aufl. 2023, MAR Art. 8 Rn. 13; *Klöhn/Wimmer*, WM 2020, 761, 763 ff.

²⁰ *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, 2. Aufl. 2023, MAR Art. 8 Rn. 14.

²¹ Bafin, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25.03.2020, S. 56; *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, 2. Aufl. 2023, MAR Art. 8 Rn. 12; *Klöhn/Wimmer*, WM 2020, 761, 763; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, 8. Aufl. 2023, VO Nr. 596/2014 Art. 3 Rn. 22; *Bekritsky*, in: BeckOK WpHR, Stand 01.10.2024, MAR Art. 30 Rn. 67; *Poelzig/Dittrich*, in: Fuchs/Zimmermann, WpHR, 3. Aufl. 2024, MAR Art. 10 Rn. 12; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2023, Rn. 419, insbesondere Fn. 710; *Kumpan/Grübler*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 5. Aufl. 2020, VO Nr. 596/2014 Art. 18 Rn. 10; *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHR, 8. Aufl. 2023, VO Nr. 596/2014 Art. 18 Rn. 18 Fn. 42; *Dietrich*, in: Heidel, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2024, MAR Art. 8 Rn. 18.